

## 浙江自然 (605080)

### 2022 年中报点评：业绩符合预期，扩产能扩品类持续推进 买入（维持）

2022 年 08 月 14 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值          | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）       | 842   | 1,078 | 1,366 | 1,721 |
| 同比               | 45%   | 28%   | 27%   | 26%   |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 220   | 282   | 359   | 456   |
| 同比               | 38%   | 29%   | 27%   | 27%   |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 2.17  | 2.79  | 3.55  | 4.50  |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 28.33 | 22.02 | 17.30 | 13.65 |

#### 投资要点

■ 公司公布 2022 年中报：22H1 实现收入 6.36 亿元/yoy+28.37%、归母净利润 1.74 亿元/yoy+26.87%。分季度看，22Q1/Q2 收入分别为 3.30/3.06 亿元、分别同比+46.61%/+13.16%，归母净利润分别为 8498/8934 万元、分别同比+37.82%/+17.99%。Q2 业绩增速有所放缓，主因部分 4 月货品提前在 3 月发出、5 月疫情封控影响发货，还原后 Q2 增速在合理水平（25-28%）。

■ 收入拆分：枕头床垫、内销增速靓丽。1) 分产品看，22H1 充气床垫/箱包/枕头床垫收入分别同比+28.1%/+20.9%/+51.8%、收入分别占比 72%/14%/7%，枕头床垫规模较小、增速靓丽，充气床垫维持较快增长、但受交货节奏及产能扩张有限影响、增速较 21 年（47%）有所放缓。上半年公司产能以旧厂改造为主释放有限，因此产品销售增长主要来自原材料涨价下的产品提价贡献、销量贡献较小（销量约同比+3%~5%）。2) 分地区看，22H1 内销/外销收入分别同比+55.4%/+22.4%、收入分别占比 22%/78%。国内露营市场热度持续、带动内销收入增速较 21 年（33%）进一步提速、收入占比由 18%提升到 22%；外销方面，在发货节奏影响下 Q2 外销增速较低，导致上半年外销收入增速较 21 年（48.6%）有所放缓，第一大客户迪卡侬维持较快增长、22H1 占比达 36%。

■ 多因素导致毛利率同比下滑、存货周转维持健康水平。1) 毛利率&净利率：22H1 毛利率同比-4.86pct 至 35.9%、环比 21H2 持平，主因 21 年以来原材料价格上涨较多，21H1 尚处较低水平、毛利率较高，此外人民币汇率（接单时会锁定汇率）、产品结构、销售费用统计口径、柬埔寨越南子公司暂时亏损亦形成小幅负面影响。结合 22H1 费用率同比下降 3.77pct（销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.3/-0.19/+0.15/-2.43pct，财务费用减少较多主因上半年人民币贬值带来汇兑收益），净利率同比下滑 0.32pct 至 27.42%。2) 存货：截至 22H1 末公司存货 1.68 亿元/yoy+37.47%，存货周转天数同比增加 11 天至 93 天，整体维持健康水平。

■ 22 年产能增量有限，23 年扩产值得期待。1) 22 年公司产能扩张主要来自对现有厂房改造、增量有限，预计 11-12 月改造完成开始投产、明年生产旺季前新的充气床垫车间可以交付使用。2) 柬埔寨工厂产能正在进一步调增、按 5-10 亿收入规模进行人员培训、预期下半年局部投产。3) 越南增加了 SUP 产能布局，但受疫情影响建设进度较慢。4) 22/08/11 公告拟投资 4.35 亿元在天台县建设“户外用品智能化生产基地（二期）”，预计建设期 3-5 年、达产后实现产值 5.2 亿元、销售收入 5 亿元。

■ 盈利预测与投资评级：公司为国内户外用品细分领域龙头，深耕 TPU 面料领域，客户资源优质。22Q2 受疫情影响外销交货、业绩增速有所放缓、但上半年整体保持较好增长。上半年公司越南子公司通过了迪卡侬、REI，柬埔寨子公司通过了 Coleman、IGLOO 的严格审核，正式成为上述品牌合格供应商，未来产能扩张、品类拓展（保温箱包、水上用品、车载床垫等）有望推动业绩持续增长。考虑到 Q2 疫情影响及下半年外需放缓压力，我们将 22-24 年归母净利从 2.91/3.67/4.48 调整至 2.82/3.59/4.56 亿元，EPS 分别为 2.79/3.55/4.50 元/股，对应 PE22/17/14X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：原材料价格波动、扩产进度不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 61.49       |
| 一年最低/最高价      | 52.20/79.97 |
| 市净率(倍)        | 3.56        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,067.52    |
| 总市值(百万元)      | 6,218.09    |

#### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 17.29  |
| 资产负债率(% LF) | 13.02  |
| 总股本(百万股)    | 101.12 |
| 流通 A 股(百万股) | 33.62  |

#### 相关研究

《浙江自然(605080)：户外细分领域生产龙头，项目投产助推业绩高增》

2022-04-29

《浙江自然(605080)：乘户外产业之风，垂直一体化 TPU 龙头迎成长》

2021-12-21

浙江自然三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 利润表 (百万元)       | 2021A      | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>1,300</b> | <b>1,768</b> | <b>2,152</b> | <b>2,483</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>842</b> | <b>1,078</b> | <b>1,366</b> | <b>1,721</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 893          | 1,234        | 1,523        | 1,641        | 营业成本(含金融类)      | 516        | 659          | 830          | 1,049        |
| 经营性应收款项          | 136          | 196          | 225          | 306          | 税金及附加           | 6          | 9            | 10           | 12           |
| 存货               | 255          | 329          | 382          | 518          | 销售费用            | 12         | 15           | 20           | 28           |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 43         | 50           | 63           | 79           |
| 其他流动资产           | 16           | 9            | 22           | 17           | 研发费用            | 30         | 38           | 48           | 60           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>527</b>   | <b>599</b>   | <b>619</b>   | <b>628</b>   | 财务费用            | 0          | 6            | 12           | 6            |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 加:其他收益          | 1          | 5            | 7            | 9            |
| 固定资产及使用权资产       | 350          | 426          | 452          | 466          | 投资净收益           | 25         | 22           | 27           | 34           |
| 在建工程             | 12           | 12           | 12           | 12           | 公允价值变动          | -7         | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 114          | 109          | 104          | 99           | 减值损失            | -3         | -3           | -3           | -3           |
| 商誉               | 17           | 17           | 17           | 17           | 资产处置收益          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 长期待摊费用           | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>营业利润</b>     | <b>252</b> | <b>326</b>   | <b>415</b>   | <b>527</b>   |
| 其他非流动资产          | 34           | 34           | 34           | 34           | 营业外净收支          | 4          | 3            | 4            | 4            |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,826</b> | <b>2,367</b> | <b>2,771</b> | <b>3,111</b> | <b>利润总额</b>     | <b>256</b> | <b>329</b>   | <b>419</b>   | <b>531</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>188</b>   | <b>446</b>   | <b>491</b>   | <b>376</b>   | 减:所得税           | 36         | 47           | 59           | 75           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 0            | 200          | 200          | 0            | <b>净利润</b>      | <b>220</b> | <b>282</b>   | <b>359</b>   | <b>456</b>   |
| 经营性应付款项          | 136          | 175          | 203          | 264          | 减:少数股东损益        | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债             | 15           | 20           | 25           | 31           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>220</b> | <b>282</b>   | <b>359</b>   | <b>456</b>   |
| 其他流动负债           | 38           | 51           | 64           | 80           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 2.17       | 2.79         | 3.55         | 4.50         |
| 非流动负债            | 19           | 19           | 19           | 19           | EBIT            | 234        | 314          | 403          | 502          |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | 259        | 352          | 442          | 543          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 38.76      | 38.85        | 39.24        | 39.01        |
| 租赁负债             | 0            | 0            | 0            | 0            | 归母净利率(%)        | 26.06      | 26.20        | 26.31        | 26.47        |
| 其他非流动负债          | 19           | 19           | 19           | 19           | 收入增长率(%)        | 44.91      | 27.92        | 26.72        | 26.02        |
| <b>负债合计</b>      | <b>207</b>   | <b>465</b>   | <b>510</b>   | <b>394</b>   | 归母净利润增长率(%)     | 37.59      | 28.62        | 27.27        | 26.77        |
| 归属母公司股东权益        | 1,620        | 1,902        | 2,261        | 2,717        |                 |            |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            |                 |            |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,620</b> | <b>1,902</b> | <b>2,261</b> | <b>2,717</b> |                 |            |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>1,826</b> | <b>2,367</b> | <b>2,771</b> | <b>3,111</b> |                 |            |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 重要财务与估值指标       | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 143   | 233   | 329   | 336   | 每股净资产(元)        | 16.02 | 18.81 | 22.36 | 26.87 |
| 投资活动现金流     | -458  | -65   | -39   | -22   | 最新发行在外股份 (百万股)  | 101   | 101   | 101   | 101   |
| 筹资活动现金流     | 714   | 194   | -12   | -206  | ROIC(%)         | 17.36 | 14.48 | 15.16 | 16.64 |
| 现金净增加额      | 395   | 361   | 279   | 109   | ROE-摊薄(%)       | 13.55 | 14.85 | 15.89 | 16.77 |
| 折旧和摊销       | 25    | 38    | 39    | 41    | 资产负债率(%)        | 11.33 | 19.64 | 18.41 | 12.67 |
| 资本开支        | -138  | -107  | -56   | -46   | P/E (现价&最新股本摊薄) | 28.33 | 22.02 | 17.30 | 13.65 |
| 营运资本变动      | -89   | -72   | -52   | -131  | P/B (现价)        | 3.84  | 3.27  | 2.75  | 2.29  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

